



2019-11-15

行业点评报告

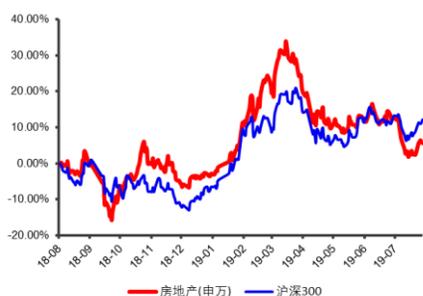
中性

地产

地产行业

2019 年新房销售或是历史大顶，开工有望保持韧性，竣工产业链确定性最强

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《房企到位资金数据怎么看》
--2019/10/14

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519080001

报告摘要

销售再次超预期但可能是强弩之末，2019 年或是历史大顶：1-10 月商品房销售面积累计同比增速今年首次转正，达到 0.1%（上月为-0.1%），但单月同比增速连续第 2 个月回落，降至 1.9%。我们认为销售不断超预期主要有三方面的原因：（1）今年降价促销来得比去年要早。去年到了 11-12 月才明显开始降价，今年 9 月就开始大力度促销了。（2）有少数城市不需要降价促销市场还维持着一定的热度，主要有两类：一类是边疆区域，如昆明、南宁、呼和浩特等，这类城市周期滞后于全国，而且没有实质意义上的限购政策；另一类是限价限得非常严厉，核心市区仍存在新房二手房价格倒挂的城市，如成都，杭州，南京等。（3）去年同期基数比较低，去年 9-11 月销售面积单月同比分别为-3.6%，-3.1%，-5.1%，但去年 12 月基数就上来了。展望今年后续几个月销售走势，由于去年基数较低，11 月的数据大概率还会不错，但 12 月可能会有一定压力。我们认为全年商品房销售面积同比增速大概能维持在 0%-0.5%之间，再创历史新高。但我们认为 2019 年的销售面积很有可能就是历史大顶，后面几年量跌价稳将是顺势所趋。具体节奏来看，由于 2 月份基数比较低，我们认为明年 3 月份开始销售数据将出现明显下滑。

新开工有望继续保持韧性，但前提是库存累计速度不能过快：新开工数据 10 月份急剧拉升，单月增速达到了 23.2%，并直接将累计增速拉升了 1.4 个百分点到 10.0%。10 月份新开工急剧上升，我们认为主要从开工意愿和开工能力两方面来分析：（1）开工意愿：现在开发商普遍是吃流水席的心态。趁着还能卖出去，赶紧开工推盘，能卖多少算多少。特别是今年房企融资环境的收紧是空前的，资金面的压力迫使房企必须抓紧回款。由于从开工干到预售的成本占总房款的比例一般比较低，因此只要销售去化率没有跌到特别低的水平，抓紧开工推盘就是能净回笼现金流的。（2）开工能力：一方面在销售回款的支撑下，房企还是有能力开工的；二是房企手里有足够的土地可以开发，特别是今年 4-6 月份房企拿了不少地，到现在正好办完手续达到可以开工的条件。目前核

心城市的库存水平普遍还是比较低的，十大城市可售面积目前处于历史的相对低位（大致相当于 2013 年底或者 2016 年底的水平），但趋势在往上走。我们认为在库存低位，而融资环境紧张的情况下，只要去化率不降到太差，新开工的韧性还是较强的，但前提是明年上半年库存累积速度不要过快。

竣工产业链确定性最强，但需警惕房企集采相关业务的坏账风险：竣工继续走强是地产产业链确定性最强的投资逻辑。10 月单月竣工同比增速直线拉升到 19.2%，累计同比降幅也收窄至 5.5%。实际上竣工的数据质量很差，存在严重的漏报问题，所以之前竣工数据一直存在一定的问题。我们认为分析真实竣工情况，可以直接从销售数据往后推 2-2.5 年，一般卖房合同里写的交房时间就是销售后的 2-2.5 年，个别可能会有 3 年，这其实并非技术上的原因，而是由于这是购房者能接受的心理极限，预售条件不同的城市合同里的交房年限是差不多的。最好不要从新开工往后推算，因为新开工到竣工的时间是不稳定的。由于 2018 年上半年销售增速依然很高，按滞后 2 年推算的话明年上半年竣工高速增长确定性较强。明年下半年竣工大概率依然能延续增长态势，主要由 2 年半交房期的项目支撑。竣工产业链上，硬装比软装的确性要更强，因为交房之后消费者不一定立即就会去买家电家具，但是瓷砖涂料有可能在交房前开发商就给做好了。不过涉及到开发商集中采购业务的公司需警惕坏账风险，特别是开发商普遍资金比较紧张的情况下，有可能会进一步拖延账期。

到位资金增速回落，主要靠销售回款支撑：1-10 月，房地产开发企业到位资金同比增长 7.0%，增速比 1-9 月份回落 0.1 个百分点；10 月单月同比增长 6.0%，较 9 月回落 4.8 个百分点。分项来看，国内贷款降幅在扩大，自筹资金增幅在收窄，只有销售回款仍维持在高位。今年房企融资环境收紧是空前的，之所以房企资金链还没有出现大的问题，主要原因就在于今年销售回款尚可。

风险提示：政策变化超预期，销售下滑超预期

一、销售再次超预期但可能是强弩之末，2019 年或是历史大顶

1-10 月商品房销售面积累计同比增速今年来首次转正，达到 0.1%（上月为-0.1%），但 10 月单月同比增速连续第 2 个月回落，降至 1.9%。我们认为销售不断超预期主要有三方面的原因：

（1）今年降价促销来得比去年要早。去年到了 11-12 月才明显开始降价，今年 9 月就开始大力度促销了。

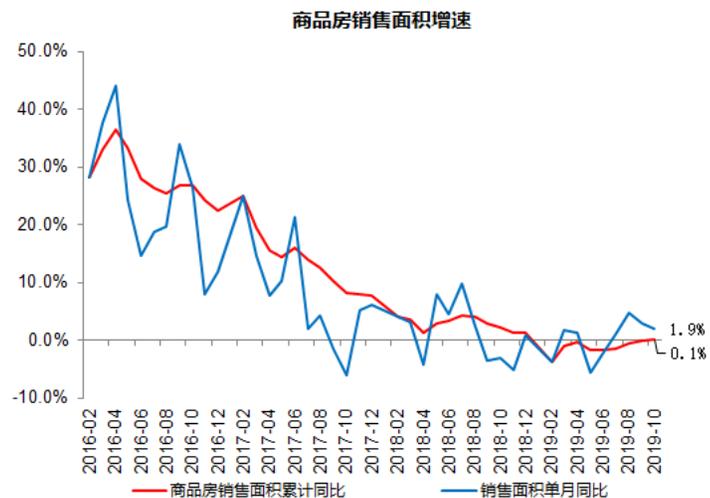
（2）有少数城市不需要降价促销市场还维持着一定的热度，主要有两类：一类是边疆区域，如昆明、南宁、呼和浩特等，这类城市周期滞后于全国，而且没有或者相当于没有限购政策；另一类是限价限得非常严厉，仍存在新房二手房价格倒挂的城市，如成都，杭州，南京。

（3）去年同期基数比较低，去年 9-11 月销售面积单月同比分别为-3.6%，-3.1%，-5.1%，但去年 12 月基数就上来了。

展望今年后续几个月销售走势，由于去年基数较低，11 月的数据大概率还会不错，但 12 月可能会有一定压力。我们认为全年商品房销售面积同比增速大概能维持在 0%-0.5%之间，再创历史新高。

但我们认为 2019 年的销售面积很有可能就是历史大顶，后面几年量跌价稳将是大势所趋。具体节奏来看，由于 2 月份基数比较低，我们觉得明年 3 月份开始销售数据才将出现明显下滑。

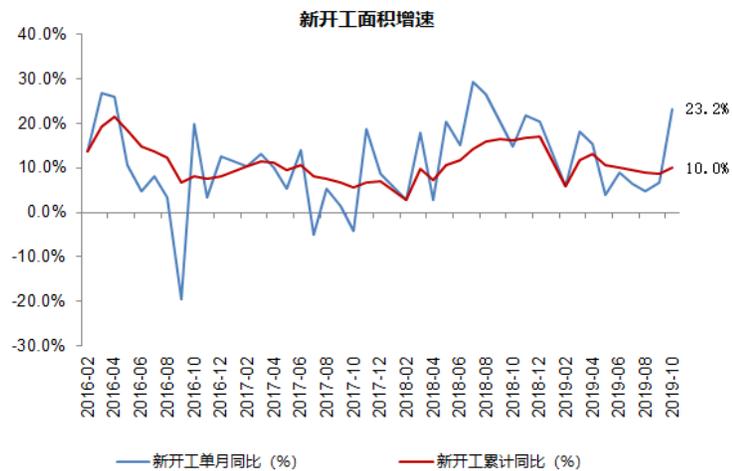
图一：商品房销售面积增速



二、新开工有望继续保持韧性，但前提是库存累计速度不能过快

新开工数据 10 月份急剧拉升，单月增速达到了 23.2%，并直接将累计增速拉升了 1.4 个百分点到 10.0%。

图二：新开工面积增速

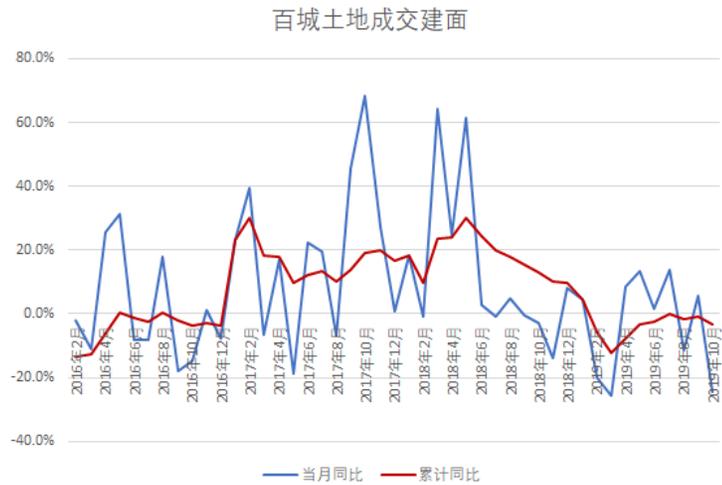


10 月份新开工急剧上升，我们认为主要从开工意愿和开工能力两方面来分析：

(1) 开工意愿：现在开发商普遍是吃流水席的心态。趁着还能卖出去，赶紧开工推盘，能卖多少算多少。特别是今年房企融资环境的收紧是空前的，资金面的压力迫使房企必须抓紧回款。由于从开工干到预售的成本占总房款的比例一般比较低，因此只要销售去化率没有跌到特别低的水平，抓紧开工推盘就是能净回笼现金流的。

(2) 开工能力。一方面在销售回款的支撑下，房企还是有能力开工的；二是房企手里有足够的土地可以开发，特别是今年 4-6 月份房企拿了不少地，到现在正好办完手续达到可以开工的条件。

图三：百城土地成交建面



目前核心城市的库存水平普遍还是比较低的，十大城市可售面积目前处于历史的相对低位（大致相当于2013年底或者2016年底的水平），但趋势在往上走。我们认为在库存低位，而融资环境紧张的情况下，只要去化率不降到太差，新开工的韧性还是比较强的，但前提是明年上半年库存累积速度不要过快。

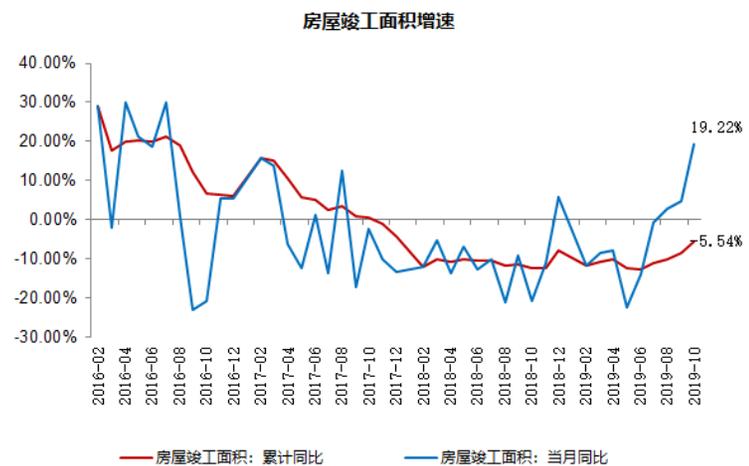
图四：十大城市可售面积



三、竣工产业链确定性最强，但需警惕地产集采相关业务的坏账风险

竣工继续走强是地产产业链确定性最强的投资逻辑。10月单月竣工同比增速直线拉升到了19.2%，累计同比降幅也收窄至5.5%。实际上竣工的数据质量很差，存在严重的漏报问题，所以之前竣工数据一直存在一定的问题。我们认为分析真实的竣工情况，可以直接从销售数据往后推2-2.5年，一般卖房合同里写的交房时间就是销售后的2-2.5年，个别可能会有3年，这其实并非是由于技术上的原因，而是由于这是购房者能接受的心理极限。最好不要从新开工往后推算，因为新开工到竣工的时间是不稳定的。

图五：房屋竣工面积增速

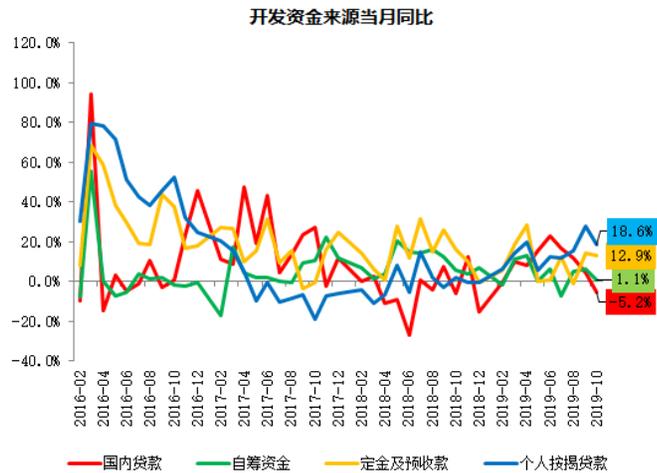


由于2018年上半年销售增速依然很高，按滞后2年推算的话明年上半年竣工高速增长确定性较强。明年下半年竣工大概率依然能延续增长态势，主要由2年半交房期的项目支撑。竣工产业链上，硬装比软装的确性要更强，但是需警惕开发商集采业务的坏账风险。

四、到位资金增速回落，主要靠销售回款支撑

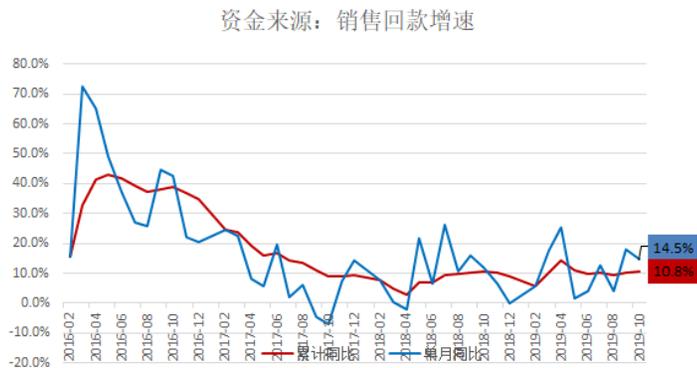
1-10月，房地产开发企业到位资金同比增长7.0%，增速比1-9月份回落0.1个百分点；10月单月同比增长6.0%，较9月回落4.8个百分点。

图六：开发资金来源当月同比



分项来看，国内贷款降幅在扩大，自筹资金增幅在收窄，只有销售回款仍维持在高位。今年房企融资环境收紧是空前的，之所以房企资金链还没有出现大的问题，主要原因就在于今年销售回款尚可。

图七：资金来源：销售回款增速



投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。